



Bostaden - en riskfylld tillgång

Marknadsrapport

December 2008

Titel: Bostaden - en riskfylld tillgång. Marknadsrapport, december 2008

Utgiven av: Statens bostadskreditnämnd (BKN)

Kontakt: Bengt Hansson, 08-545 13 765

Bostaden - en riskfylld tillgång

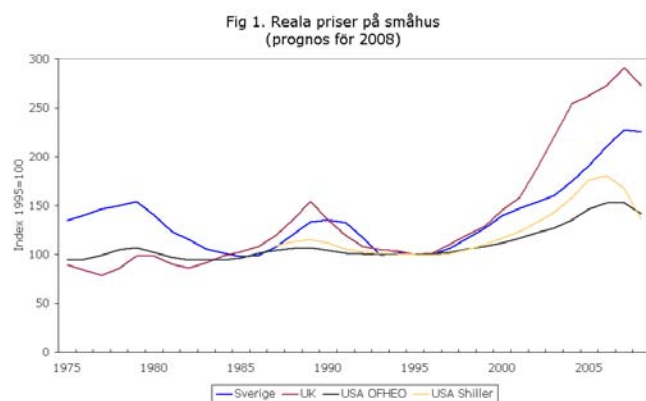
Krisens orsaker

Den pågående globala konjunkturedgången har hittills påverkat svenskarna via stigande räntor som följt i spåren av den genomklappning som skett i det globala finansiella systemet. Krisen kom först i dagen på den amerikanska fastighetsmarknaden för småhus där kreditgivningen fungerat särskilt dåligt. Krisens orsaker är dock djupare än att enbart omfatta amerikanska subprime-lån. Grundorsaken är en allmän felaktig prissättning av risk, främst hos aktörerna på de finansiella marknaderna som underskattade och inte förstod eller låtsades inte förstå de risker de tog när de investerade i riskfyllda tillgångar. Man kan säga att priserna på tillgångar beräknades utan hänsyn tagen till risken för lågkonjunktur.

Efter flera år med stabil tillväxt utan djupare svackor i konjunkturen invagades aktörerna i en falsk säkerhet. Något som på bostadsmarknaden kom till uttryck i förväntningar om varaktigt reallt stigande huspriser. Hus ansågs vara en tillgång som det inte gick att förlora pengar på. På de finansiella marknaderna pressades riskpremierna på riskfyllda tillgångar ihop till långsiktigt ohållbara nivåer. Detta gällde såväl riskfyllda företagsobligationer som aktier.

Vi är nu inne i en process med stigande riskpremier och fallande tillgångspriser. Anpassningen innebär, när den är avslutad, högre avkastning på investeringar framöver men i det medelfristiga perspektivet innebär den ökad arbetslöshet, krympande balansräkningar och ökad efterfrågan på eget kapital.

De globala huspriserna



Källor: SCB: Sverige, fastighetsprisindex. Reuters Ecwin: Storbritannien, Nationwide Building Society; USA, OFHEO och Case-Shiller.

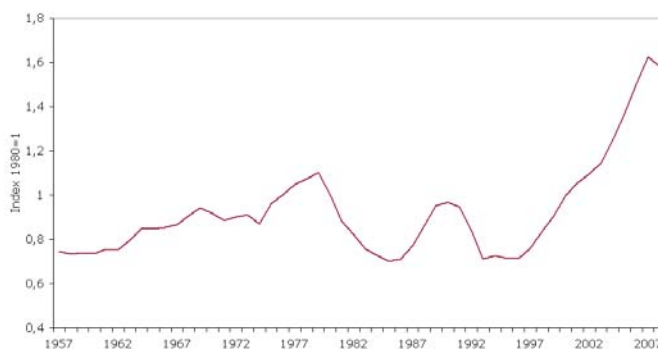
I figur 1 visas utvecklingen av de reala priserna på småhus i Storbritannien, Sverige och USA. Det som är slående är den kraftiga prisuppgången efter 1995. Detta är ett internationellt fenomen och det ligger nära till hands att tolka det som att förklaringen till prisuppgången skall sökas i den globala ekonomin.

Priserna på småhus i USA var som högst 2006 men har sedan dess reallt minskat med 25 procent. I Storbritannien har priset hittills reallt fallit med omkring 15 procent sedan toppen under det tredje kvartalet 2007 och prisfall kan observeras även i andra länder. Priserna faller framförallt i Irland, Danmark, Nya Zeeland, Spanien, Storbritannien och i USA¹. Bostadspriserna har enligt mäklarstatistik även börjat sjunka i Sverige under det sista kvartalet i år².

Den fråga som vi nu ställer oss är om vi kan förvänta lika stora prisfall på småhus i Sverige som vi kunnat se i USA med potentiellt sett stora negativa effekter på hushållens ekonomi som följd.

Huspriserna i Sverige

Figur 2. Fastighetsprisindex småhus, 1957-2008.



Källa: SCB, köpeskillingskoefficienter 1957-1974, fastighetsprisindex 1957-2007.

Marknaden för småhus i Sverige har, som framgår av figur 2, sedan slutet av 1950-talet genomgått tre perioder med prisuppgångar och åtminstone två av perioderna har åtföljts av betydande prisfall. Den första perioden inleddes vid 1970-talets mitt och priserna nådde sina högsta nivåer vid decenniets slut för att därefter falla och botten vid 1980-talets mitt. Under den andra perioden var priserna som högst 1990 för att sedan falla fram till mitten av 1990-talet. Den nuvarande tredje perioden på svensk bostadsmarknad är

¹ IMF World Economic Outlook, oktober 2008.

² Källa: www.maklarstatistik.se

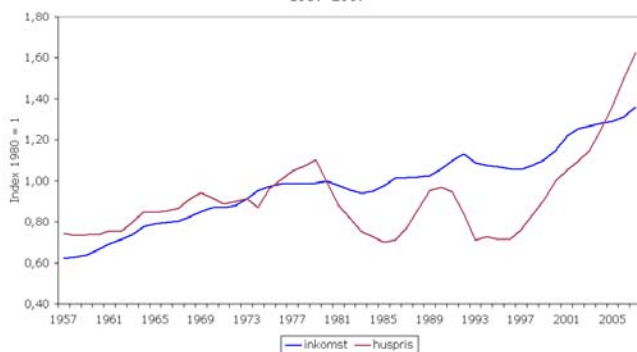
den hittills längsta och kraftigaste och till skillnad från de första två perioderna så är prisuppgången större denna gång än tidigare och dessutom sträcker sig uppgångsperioden över två i stället för som tidigare en konjunkturcykel. Prisökningarna under de två första perioderna var realt 27 respektive 38 procent. Denna gång är prisökningen hela 127 procent. Under de två tidigare perioderna föll priserna tillbaka till utgångsnivåerna, efter det att anpassningsperioden var avslutad. Denna gång har prisfallet precis inletts och det är viktigt att analysera hur stor anpassningen kan tänkas bli. Den fråga som vi därför ställer oss är om det finns några faktorer som talar för att anpassningen skall bli mindre denna gång än tidigare då priserna realt återgått till startpunkten. För en återgång från dagens nivå till den historiskt genomsnittliga prisnivån för åren 1957-2008 krävs en prisnedgång på drygt 40 procent eller annorlunda uttryckt, att priserna på småhus återgår till 1999 års reala nivå.

Det framgår tydligt av historiken att bostäder inte är några säkra investeringar utan priserna varierar kraftigt över tiden.

Faktorer som styr huspriserna

Hur kan vi förklara prisutvecklingen? Det är naturligt att söka förklaringen i den makroekonomiska utvecklingen. Utbudet av småhus är relativt konstant på kort sikt och det ligger därför nära till hands att se till efterfrågan och de variabler som bestämmer denna för att förklara husprisutvecklingen sett över konjunkturcykeln. Inkomster, räntor och hyror är potentiellt sett viktiga variabler att bevaka i detta sammanhang.

Figur 3. Reala huspriser och real disponibel inkomst per capita, 1957-2007



Källa: SCB

I figur 3 redovisas utvecklingen av den reala disponibla inkomsten per capita och prisutvecklingen på småhus under perioden 1957-2008. På kort sikt över konjunkturen så kan vi observera ett samband mellan utvecklingen av huspriserna och den reala disponibla inkomsten, även om sambandet inte är överdrivet starkt. I en relativt nyligen publicerad arbetsrapport från OECD ges en översikt över den empiriska forskningen på området som tydligt indikerar att tillväxten i de reala inkomsterna är en av de viktigaste förklaringarna till varför huspriserna varierar på kort sikt. Av rapporten framgår också att huspriserna i OECD-området samvarierar med konjunkturen³. Eftersom hushållens inkomster varierar positivt i takt med konjunkturen är det ingen överraskning att också hushållens inkomster i sin tur varierar positivt med huspriserna.

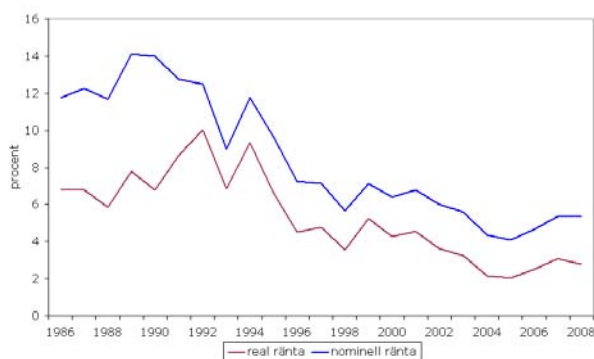
Den reala disponibla inkomsten per capita visar på en betydande tillväxt sett till perioden i sin helhet men sambandet med de reala huspriserna är oklar på lång sikt. Betydande avvikelser förekommer under långa perioder. För åren mellan 1957 och 1995 ökade inte huspriserna överhuvudtaget trots att den reala inkomsten per capita växte med 70 procent. Ser vi till perioden efter 1995 så ökade huspriserna med i genomsnitt 127 procent trots att inkomsten per capita ökade med mera måttliga 27 procent. Detta indikerar ett svagt eller inget samband överhuvudtaget på lång sikt mellan huspriser och inkomster. Denna slutsats är konsistent med vad Robert J Shiller har funnit vara fallet för USA⁴. Shiller som har beräknat amerikanska huspriser för perioden mellan 1890 och 2008 fann att de reala priserna var konstanta mellan 1890 och 1995 men att de steg med ca 100 procent mellan 1995 och 2006. Shillers slutsats är att huspriserna är konstanta på lång sikt och att utvecklingen efter 1995 därför är en bostadsbubbla, en tillfällig avvikelse från det normala förhållandet med på lång sikt konstanta huspriser.

Något som har kännetecknat de senaste åren är de med historiska mått mätt låga nominella och reala räntorna och trots höstens turbulens på räntemarknaden är bostadsräntorna fortsatt relativt låga sett i ett längre perspektiv. Räntenedgången sedan 1990-talet är kanske den allra viktigaste förklaringen till de stigande huspriserna under senare år. Kraftiga minskningar i den reala boräntan har ägt rum. Realräntan under åren 1986-1995 var ungefär 4 procentenheter högre än vad som varit fallet i genomsnitt under perioden efter 1996 (figur 4).

³ Nathalie Girouard et. al. (2006), "Recent House Price Developments: The role of fundamentals, OECD Economics Department Working Papers, nr. 475.

⁴ Robert J Shiller (2008), *The Subprime Solution*, Princeton University Press, Princeton N.J.

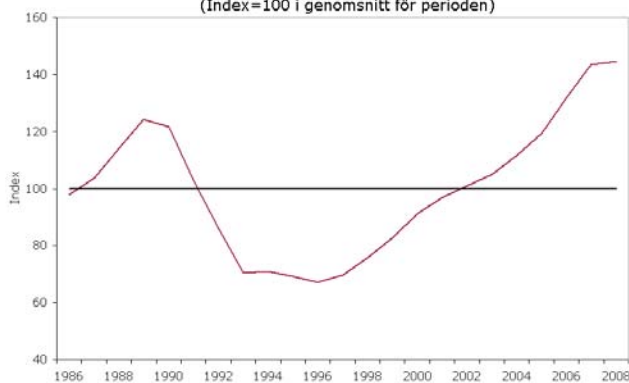
Figur 4. Realränta 5 år



Anm. Realräntan är beräknad som Swedbank bolåneränta 5 år minus inflationsförväntningar 12 mån KI 1986-1994 och 5 år Prospera 1995-2008

Ett mått på om huspriserna är höga eller låga kan vi få genom att ställa priserna i relation till kostnaden för att hyra bostad. Om vi utgår ifrån att den boende anser det som likvärdigt att hyra eller att äga sin bostad kan vi få en uppfattning om bostadsmarknadens värdering genom att jämföra den aktuella kvoten mellan huspriser och hyror med det historiska genomsnittet (figur 5). Tanken är att det finns ett stabilt samband på lång sikt mellan huspriser och hyror. Faktum är att hyror och priser (vid normala nivåer på räntor och riskpremier) måste utvecklas i samma takt på riktigt lång sikt för att det skall finnas en jämvikt på bostadsmarknaden. När kvoten mellan huspriser och hyror avviker från den långsiktiga jämvikten så är det främst huspriserna som kan förväntas anpassas så att jämvikten mellan priser och hyror uppnås. Detta är också vad man finner i ovan nämnda OECD-studie. Priserna varierar med konjunkturen.

Figur 5. Priserna på småhus i relation till hyrorna (Index=100 i genomsnitt för perioden)



Källa: SCB

Om vi utgår ifrån att det är huspriserna som skall anpassa sig för att jämvikt skall uppnås så finner vi att de svenska huspriserna måste falla 30 procent på lång sikt. Jämförelsen som sådan är dock väl mekanisk sett i ett medelfristigt perspektiv och för att förstå utvecklingen av bostadspriserna måste man explicit tas hänsyn till konjunkturen, utsikterna för räntorna och risk.

En tillgångsmodell för huspriserna

Sett i ett medelfristigt, konjunkturellt perspektiv kan huspriserna avvika från de långsiktiga jämviktspriserna i den mån som räntor, inkomster, boendekostnader, skatter, synen på risk och förväntningar om framtida huspriser avviker från det normala. Den medelfristiga horisonten kan av historien att döma i praktiken vara mycket lång, minst en konjunkturcykel men kan vara betydligt längre än så. Utifrån en policy synvinkel är det viktigt att förstå varför dagens huspriser avviker från jämviktspriset på lång sikt. Innebörden av höga huspriser som en följd av ett lågt ränteläge är något väsentligt annat än om priserna är höga därför att vi har att göra med en bostadsbubbla. Konjunkturläget och räntorna påverkar de medelfristiga huspriserna men inte med nödvändighet de långsiktiga priserna.

Huspriserna varierar väsentligt mer än räntor, hyror och andra priser. Förklaringen till detta är att hus är en tillgång med lång livslängd och husets pris bestäms av förväntningar på framtida hyror, räntor och riskpremier. Räntor och hyror är mer stabila variabler eftersom de inte är framåtblickande utan endast relaterat till den innevarande perioden: månaden, kvartalet eller året.

Förväntningar om högre hyror i framtiden ökar priset på hus genom att göra det relativt sett mera attraktivt att bo i egen bostad i stället för i hyresrätt. Förväntningar om högre räntor eller högre riskpremier sänker priset på hus genom att ge framtida hyror en minskad vikt. Generellt gäller det att ju mer bestående en förändring förväntas bli desto större blir effekten på priset. Av denna anledning får en tillfällig ränteförändring liten effekt på priset medan en permanent förändring får mera påtagligt genomslag på priset.

Vi kan teoretiskt beräkna vad det "korrekta" huspriset bör vara genom att beräkna kapitalkostnaden av att äga. Kapitalkostnaden ("user cost") består av boräntor, skatter, drift och underhåll, avskrivningar minus förväntade kapitalvinster.

Kapitalkostnaden uc per investerad "huskrona" är:

$$uc = (1 - t) * i + \tau + f - \pi,$$

där t svarar mot marginalskatten, i är ränta, τ är fastighets-skatten, f mäter kostnaden för avskrivningar, underhåll och genomsnittlig risk, π är förväntad kapitalvinst. Ekvationen är mer eller mindre standard i litteraturen för hur kapitalkostnaden för hus beräknas men det finns många sätt på vilka de i ekvationen ingående termerna kan beräknas⁵.

Vi beräknar nedan kapitalkostnaden för bostäder med hjälp av ovanstående ekvationen för perioden 1986 till 2008.

Räntekostnaden är en alternativkostnad och vilken ränta vi bör välja beror på hur investeringen finansieras. Om finansieringen sker med egna medel är alternativkostnaden den ränta som kan fås på investeringar av motsvarande risk, om bostaden å andra sidan lånefinansieras är alternativkostnaden bolåneräntan.

Vi utgår i våra kalkyler ifrån att bostadsinvesteringen i sin helhet är lånefinansierad och väljer den 5-åriga bolåneräntan som mått på räntekostnaden. Under senare år har andelen låntagare som väljer rörlig ränta ökat påtagligt och i dag väljer majoriteten rörlig ränta och man skulle därför kunna tycka att en kort ränta vore att föredra. Valet av ränta hänger ihop med hur vi beräknar kapitalvinsten och dessa beräkningar kan inte göras oberoende av varandra⁶. Vi väljer en 5-årig ränta eftersom vi även beräknar den genomsnittliga kapitalvinsten på en horisont av 5 år.⁷

Räntebetalningarna har under hela den period som vi analyserar 1986-2008 varit avdragsgilla och har därför minskat kostnaden för att bo. På 1970- och 1980-talen fick räntebetalningarna dras av i deklarationen som underskott av kapital. Värdet av underskottsavdragen var mycket stora under slutet av 1970-talet som en följd av de mycket höga marginalskatter vi då hade. Underskottens värde minskades dock successivt under 1980-talet och var ca 50 procent 1986-1988 för att sedan ytterligare trappas ned⁸. Vi har beräknat värdet av underskottsavdragen till 45 respektive 35 procent för 1989 och 1990. Sedan skattereformen trädde ikraft 1991 har räntorna, för den absoluta majoriteten, kunnat dras av med 30 procent.

Före skattereformen schablonbeskattades fastigheterna med 2 procent av taxeringsvärdet för att sedan deklarerades som inkomst. Skattereformen innebar att en fastighetsskatt på 1,5 procent av taxeringsvärdet infördes och skattesatsen låg, med undantag för 1996 och 1997 då den var 1,7 procent, kvar på denna nivå fram till 2001 då skatten sänktes till 1 procent av taxeringsvärdet. I år avskaffades fastighets-skatten och ersattes med en kommunal avgift som ungefär motsvarar en fastighetsskatt 2008 på 0,5 procent av taxeringsvärdet.

Den förväntade kapitalvinsten eller förlusten, π , på hus är en viktig del av kapitalkostnaden för att äga sitt hus. Förväntningar om högre (lägre) huspriser minskar (ökar) kapitalkostnaden. De förväntade kapitalvinsterna styrs förutom av den förväntade ränteutvecklingen även av utsikterna för hyror och riskpremier. Det finns flera sätt på vilket den förväntade kapitalvinsten kan beräknas. Vi väljer att uppskatta den förväntade kapitalvinsten som summan av en beräknad historisk ökningstakt av de reala hyrorna och förväntad inflation.

Den reala hyran beräknas som kvoten mellan komponenten hyror och avgifter till bostadsrättsföreningar i KPI index och KPI index i sin helhet. Tillväxten av den reala hyran uppgår till 1,9 procent i genomsnitt sedan 1980. Tidsserier över hyreskostnadernas utveckling från andra länder visar på betydligt lägre ökningstal. Campbell m.fl. (2006) redovisar en genomsnittlig ökningstakt för USA på 0,35 procent mellan 1980 och 2005.⁹ Shiller argumenterar för att den reala hyreskostnaden bör vara konstant eller fallande över lång tid till följd av ökad produktivitet vid byggnation. Skattereformen innebar en engångsökning av boendekostnaderna och om vi justerar för denna effekt får vi en historisk ökningstakt i Sverige på 1,4 procent sedan 1980. Mot bakgrund av de utländska erfarenheterna och skattereformen som kraftigt påverkade boendekostnaderna i KPI har vi i våra beräkningar valt att använda oss av en förväntad real ökningstakt av hyrorna på 1 procent.

Konjunkturinstitutet (KI) har genomfört inflationsenkäter sedan 1986 där man frågar hushållen vad de tror om inflationen på 1 års sikt. Undersökningsföretaget Prospera har sedan 1995 frågat både hushåll och företag om deras inflationsförväntningar på 1, 2 och 5 års sikt. För åren 1986 till 1994 använder vi oss av KI för att få ett mått på förväntad

⁵ En klassiskt uppsats på detta område är Poterba, James (1984), "Tax Subsidies to Owner Occupied Housing: An Asset Market Approach," *Quarterly Journal of Economics* 99, 729-52.

⁶ Sambandet mellan förväntad korträntebana och förväntad kapitalvinst är något som bl.a. lyfts fram av Himmelberg, Charles, Christofer Mayer och Todd Sinai (2005), "Assessing High House Prices: Bubbles, Fundamentals, and Misperceptions", Staff Report, Federal Reserve Bank of New York.

⁷ Om vi t.ex. hade valt att i våra kalkyler använda oss av korträntan samtidigt som avkastningskurvan lutar positivt skulle vi underskatta kapitalkostnaden eftersom en positivt lutande kurva implicerar stigande räntor med åtföljande kapitalförluster längre fram. Det är inte konsistent med framåtblickande förväntningar att låta korträntan fullt ut slå igenom på kapitalkostnaden utan att beakta kommande förväntade kapitalförluster.

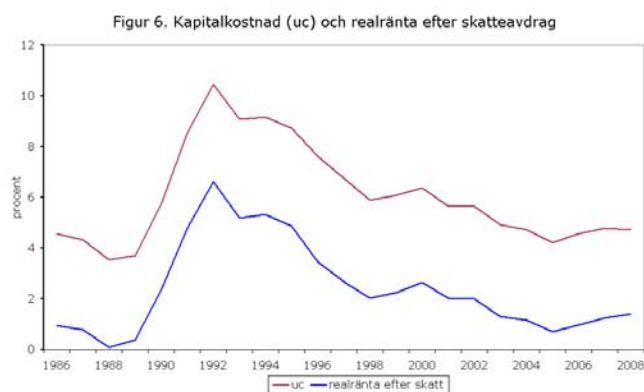
⁸ Jonas Agell, Peter Englund och Jan Södersten, Svensk skattepolitik i teori och praktik, bil. 1 i Skattereformen 1990-1991 – En utvärdering, SOU 1995:104, ss 124-133.

⁹ Campbell, Sean D, Davids, Moris A., Gallin, Joshua och Robert F. Martin (2006), "A Trend and Variance Decomposition of the Rent-Price Ratio in Housing Markets," Federal Reserve Board.

inflation, från 1995 och framåt använder vi oss av Prosperas mått på inflationsförväntningarna på 5 års sikt.

Den term som återstår att bestämma är kostnaden för drift, avskrivningar och en uppskattning av kostnaden för risk. Himmelberg et.al. (2005) utgår ifrån att avskrivningar och drift uppgår till 2,5 procent och riskpremien till 2 procent. I andra studier har man valt lägre kostnader och då kanske framförallt lägre kostnad för risk. I beräkningarna har vi utgått ifrån att dessa kostnader summerar till 4 procent.

Vad säger modellen?

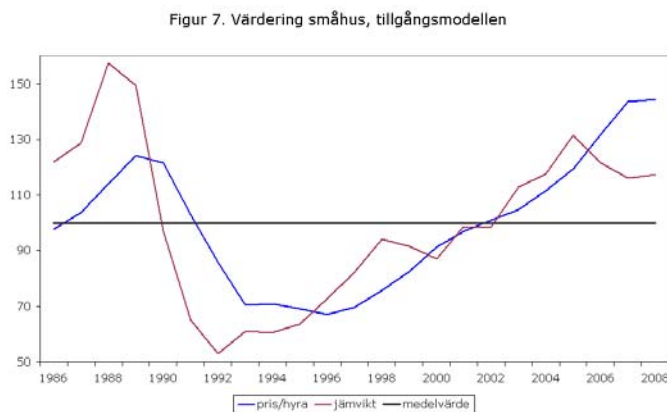


Den implicita kapitalkostnaden, uc, beräknad enligt ekvationen ovan återges i figur 6. Det framgår att kostnaden av att äga sin bostad har varierat betydligt under den period som vi analyserar. I figuren redovisas för perioden mellan 1986 och 2008 utvecklingen av kapitalkostnaden för småhus och realräntan efter skatt. Kapitalkostnaden var som lägst under slutet av 1980-talet innan skattereformen och försvaret av den fasta växelkursen tryckte upp räntorna vid 1990-talets början. I takt med att den nya penningpolitiska regimen med inflationsmål vann ökad trovärdighet och inflationsförväntningarna minskade, sjönk kapitalkostnaden successivt under 1990-talet. Under början av 2000-talet fortsatte kapitalkostnaden att vara låg till följd av låga globala realräntor.

Det korrekta marknadspriset på bostaden är det pris som följer av kapitalkostnaden (uc). Den implicita hyran på den ägda bostaden är lika med produkten av uc och bostadspriset. Jämvikt råder på bostadsmarknaden när den implicita hyran från uc-modellen är lika med den faktiska hyran. Om den implicita hyran är högre än hyran i en hyresrätt av motsvarande standard är det billigare att hyra än att äga. En sådan situation kan inte vara bestående eftersom småhusägarna

skulle försöka sälja sina hus och därmed skulle pressas ned så att jämvikt etableras.

Bristen på aggregerad statistik över hyror och priser på jämförbara objekt lägger hinder i vägen för en direkt jämförelse av implicit och faktisk hyra. Vad vi har att tillgå som mått på hyra är endast hyresindex i KPI. För att få en uppfattning om fastigheterna är rätt värderade får vi därför jämföra den normaliserade kvoten mellan fastighetspriser och faktisk hyra (pris/hyra) med jämviktskvoten ($1/uc$). I figur 7 jämförs de två kvoterna som båda har normaliserats på perioden 1986 till 2008¹⁰. Om den faktiska kvoten är högre än den teoretiska är fastighetsmarknaden övervärderad och om den är mindre är marknaden undervärderad.



Tillgångsmodellen ger som resultat att bostadsmarknaden 2008 är övervärderad med cirka 20 procent, dvs. efter det att vi har beaktat räntor, skatter, inflationsförväntningar och kostnaderna för drift och underhåll är det ett prisgap på 20 procent som återstår att förklara.

Prisgapet kan ses som att aktörerna på bostadsmarknaden kräver endast en liten kompensation för den risk som det innebär att äga sin bostad eller att de har missbedömt hur genuint riskfyllda bostadsinvesteringar kan vara. Den nuvarande utvecklingen i ekonomin tyder på att den senare tolkningen är den rätta.

Vid en jämförelse med läget på bostadsmarknaden vid 1990-talets början framgår att graden av övervärdering idag inte är lika stor som då. För åren 1991-1992 visar våra kalkyler att bostadsmarknaden hade en övervärdering på 35 till 40 procent. Ojämvikten 1991-1992 på bostadsmarknaden försvann som en följd av de fallande realräntorna

¹⁰ Normaliseringen innebär att för perioden i sin helhet är genomsnittet 100 för bägge serierna.

och vid mitten av 1990-talet var marknaden åter i jämvikt.

Värt att notera är att jämviktspriset 2008 beräknat med uc-modellen är 15 procent högre än jämviktspriset i genomsnitt för perioden i sin helhet. Det är framförallt den med historiska mått mätt fortfarande låga realräntan som motiverar ett relativt högt bostadspris. Utvecklingen av realräntan blir kritisk framöver för de svenska bostadspriserna. Skulle realräntan efter skatt öka och återgå till den historiskt genomsnittliga för perioden 1986 till 2008 kan vi förvänta oss ett ytterligare prisfall på cirka 10 procent. Den genomsnittliga realräntan efter skatt har under perioden 1986-2008 varit 2,4 procent. Idag är realräntan efter skatt 1,4 procent¹¹.

Konjunkturutvecklingen och synen på risk kommer att spela en avgörande roll för bostadspriserna framöver. För den händelse att de nuvarande dystra konjunkturutsikterna höjer realräntan via lägre inflationsförväntningar blir utsikterna för bostadsmarknaden än dystrare.

Vilken betydelse har makroekonomin för risken

Den makroekonomiska utvecklingen förklarar en hel del av hur aktörerna på bostadsmarknaden liksom andra tillgångsmarknader ser på risk. En stabil makromiljö innebär ekonomisk trygghet som stimulerar till risktagande eftersom hus-håll och företag ser ett minskat behov av att reservera medel för dåliga tider.

Finansiell teori säger oss att anledningen till att vi kräver olika stora riskpremier för att investera i olika tillgångar, både reala och finansiella, är att den förväntade avkastningen på tillgångarna skiljer sig åt i olika situationer. Vi är beredda att betala mer för tillgångar som förväntas avkasta mycket när tiderna är dåliga och konsumtionen låg och betala lite för tillgångar som ger utdelning när tiderna är goda. Detta förklarar skillnaderna i avkastning mellan olika tillgångar.

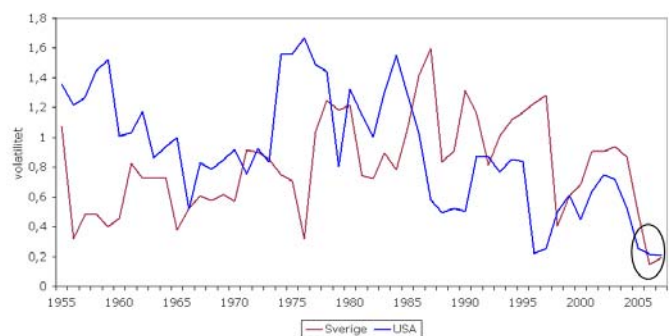
Vad som är mindre känt är att finansiell teori också säger något om nivån på riskpremierna. Inom ramen för en vanlig konsumtionsmodell följer det att riskpremierna på olika tillgångar inte bara beror på hur avkastningen korrelerar med konsumtionstillväxten utan riskpremierna varierar med volatiliteten i konsumtionstillväxten. Om den förväntade volatiliteten förväntas bli lägre framöver så höjer detta tillgångspriserna och uppfattas nedgången som permanent kan effekterna på priserna bli mycket stora. I extremfallet med konstant konsumtionstillväxt finns det inget behov av extra

kompensation över huvudtaget för att hålla riskfyllda tillgångar i portföljen.

En förklaring till de stora prisökningar som vi sett på fastighetssektorn kan därför vara en generellt sett sjunkande riskpremie på tillgångar överlag¹². Husköpare och köpare av andra tillgångar har helt enkelt varit beredda att betala mer än tidigare för förväntade "utdelningar" från sina tillgångar. På bostadsmarknaden är innebörden att värdet av botjänsten som tillfaller husägaren, och som motsvarar hyran som hyresgästen får betala, har ökat eftersom man har uppfattat att det blivit mindre riskfyllt att äga sin bostad jämfört med tidigare.

Det är ingen tvekan om att makroekonomin har utvecklats positivt under det senaste dryga decenniet. Vi har inte haft någon djup lågkonjunktur sedan 1990-talets början. Tillväxten har varit hög och stabil. Sysselsättningen har ökat och arbetslösheten har minskat. Både de nominella och reala räntorna har trendmässigt sjunkit för att nå historiska botten-nivåer under perioden 2004 till 2006. I jämförelse med 1970-talets stagflationsår och 1980-talets inflationsbekämpningsår, har perioden sedan 1990-talets mitt varit en behaglig makroekonomisk seglats med stabila vindar.

Figur 8. Volatiliteten i konsumtionstillväxten (Normaliserad konsumtionstillväxt 1955-2007, 5 års glidande medelvärden)



I figur 8 redovisas standardavvikelsen för konsumtionstillväxten i Sverige och USA mellan 1955 och 2007 i form av 5 års glidande medelvärden. Av diagrammet framgår att volatiliteten, mätt som konsumtionstillväxtens standardavvikelse under femårsperioder, har varierat mellan decennierna. Sjuttio- och åttiotalen var oroliga decennier medan sextioalet liksom åren efter 1995 visar på en jämn konsumtionstillväxt. Faktum är att de senaste fem till sex åren i

¹¹ Realräntan är beräknad som $(1-0,3) \cdot \text{nominell 5-års ränta} - \text{5-åriga inflationsförväntningar}$ från Prospera. Den 5-åriga bolåneränta från SBAB är (19/11) 5,35 procent och inflationsförväntningarna 2,36 procent, vilket ger en realränta efter skatt på 1,4 procent.

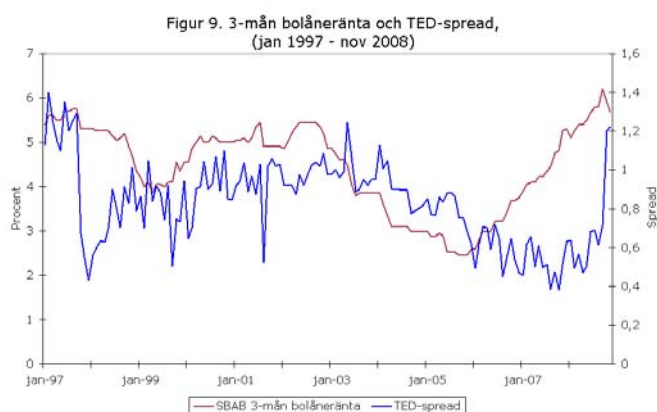
¹² Lettau, Martin, Ludvigson, Sydney C och Jessica A. Wachter, "The Declining Equity Premium: What Role Does Macroeconomic Risk Play?", New York University, Stern School of Business och Department of Economics respektive University of Pennsylvania, The Wharton School, arbetsrapport augusti 2006.

Sverige men även globalt har varit de mest stabila åren under hela perioden 1955-2007.¹³ Vi kan säga att vi har levt i den ekonomiskt sett mest trygga av miljöer på över 50 år! Den stabila makromiljön bidrog till att tillgångspriserna generellt sett blev för höga. Aktörerna på de finansiella marknaderna liksom bostadsköparna gjorde tolkningen att den stabila makromiljön var ett permanent ekonomiskt tillstånd.

Denna bild har nu i grunden förändrats. Huspriserna i USA började falla redan under 2006. Omvärderingen inleddes på bred front under 2007 i och med bolåneinstitutet Countrywide's konkurs ifjol sommar. I takt med att insikten ökade om hur uppblåsta balansräkningarna var allmänt i den finansiella sektorn spreds, den till en början, amerikanska krisen världen över och problemen visade sig vara globala.

Slutsatser

De senaste årens höga bostadspriser förklaras av låga realräntor och av de goda ekonomiska konjunkturerna under de senaste åren. Bostadspriserna är högre än vad som är långsiktigt fundamentalt motiverat och kommer därför att falla under de kommande åren. Vår bedömning är att felprissättningen, som en följd av de senaste årens överoptimism, är ca 20 procent. Skulle dagens, med historiska mått mätt, låga reala räntenivå stiga, kommer bostadspriserna att falla än mer. Hur stor och hur utdragen prisnedgången blir kommer att vara beroende på konjunkturutvecklingen och räntorna. Att döma av tidigare svenska och internationella bostadskriser kan dock priset förväntas fortgå under flera år framöver.



Källa: Reuters Ecowin

I figur 9 visar vi den s.k. "TED-spreaden", skillnaden mellan interbankräntan Stibor 3-mån och statsskuldräntan på 3 månader. TED-spreaden brukar anses vara ett mått på risken i banksystemet. Denna risk ökade påtagligt efter det att problemen på den amerikanska bolånemarknaden identifierades förra sommaren. Den tilltagande risken i det globala finansiella systemet spred sig även till det svenska banksystemet.

Sannolikt har oron och kollapsen inom den finansiella sektorn varit den utlösande faktorn för vändningen på bostadsmarknaden denna gång men krisen går djupare än så och har att göra med att priset på bostäder och andra tillgångar blivit långsiktigt sett alltför höga på grund av en felaktig prissättning av risk.

¹³ Standardavvikelsen i Sverige och USA är ca 0,2 både 2006 och 2007, dvs. volatiliteten under åren 2002-2006 och 2003-2007 har varit endast 20 procent av den genomsnittliga volatiliteten sedan 1950-talet

BKN

STATENS BOSTADSKREDITNÄMND

Ronnebygatan 40, Box 531, 371 23 Karlskrona, Telefon 0455-33 49 40, Fax 0455-805 70, E-post registrator@bkn.se www.bkn.se